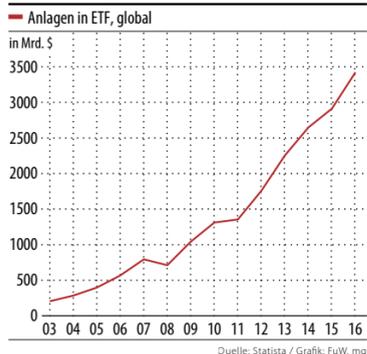


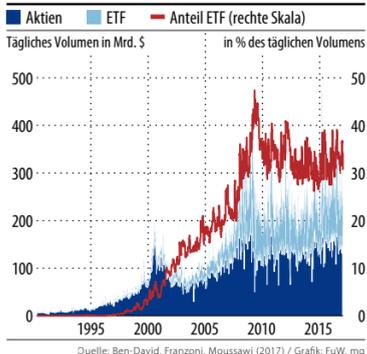
Ein happiger Vorwurf gegen passive Fonds

Gemäss einer Studie bringen ETF die Börsen zum Wackeln. Doch es gibt Zweifel an dem Befund.

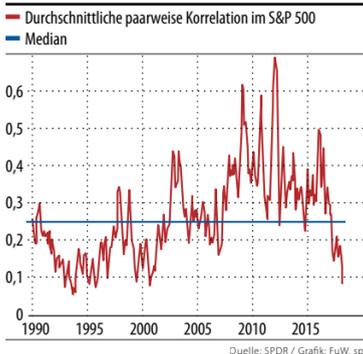
1 Passivanlagen wachsen schnell



2 ETF-Anteil am US-Aktienhandel



3 Korrelation Aktienkurse



ALEXANDER TRENTIN

Ungefähr 20% pro Jahr. So schnell sind die Anlagen in börsengehandelte Fonds, welche passiv einen Index abbilden, über das vergangene Jahrzehnt gewachsen (vgl. Grafik 1). Kein Wunder: Mit solchen Exchange Traded Funds (ETF) können Investoren günstig in eine ganze Anlageklasse investieren. Doch nicht alle zeigen sich vom Segen der passiven Fonds überzeugt. Sie könnten bei Aktien für höhere Kursschwankungen sorgen – zu diesem Schluss kommt eine Studie, an der Francesco Franzoni, Finanzprofessor in Lugano, mitgearbeitet hat. «Wir sehen eine höhere Intraday-Volatilität bei Valoren, die zu einem grösseren Anteil von ETF gehalten werden», sagt Franzoni gegenüber FuW.

Arbitrage führt zu Volatilität

Die Studie erklärt: Marktteilnehmer handeln via ETF alle Aktien im Index, ohne den fundamentalen Wert der einzelnen Aktien zu berücksichtigen. Der Wert des Anlagevehikels ändert sich dadurch. Konkret: Der innere Wert der gehaltenen Aktien und der Kurs des ETF weichen voneinander ab. Arbitrage-Händler handeln mit den Aktien, um an diesem Wertunterschied zu verdienen. Das ändert den Kurs der Aktien. Darauf reagieren fundamental orientierte Anleger, da der Aktienkurs vom fundamentalen Wert abweicht. Dieser Prozess kann zu höheren Kursschwankungen führen, die ohne ETF nicht aufgetreten wären. Franzoni schränkt ein: «In normalen Zeiten ist die Wirkung kaum bemerkbar. Aber wenn

Marktturbulenzen auftreten, ist der Effekt merklich grösser und kann eine Quelle für Instabilität sein.» Besonders in den Vereinigten Staaten würden Marktteilnehmer ETF für kurzfristiges Trading verwenden, erklärt der Ökonom. Das sei aber kein rein amerikanisches Problem. Denn «da ETF in den USA auch internationale Aktien halten, könnte der Volatilitätseffekt sich global ausbreiten, wenn die Liquidität gering ist». Andreas Homberger, Leiter Research bei Hinder Asset Management, sieht zwar «interessante Ansätze» in der Arbeit von Franzoni. Aber gegenüber FuW erklärt er: «Die Evidenz für das Vorliegen von Marktverzerrungen – ausser in einem Crash – ist meiner Meinung nach nicht gross.» Die Verzerrungen seien gering. Der innere Wert der ETF könne in einem Crash zwar vom Kurs etwa 2% abweichen. «Das ist zwar unschön, aber verständlich», argumentiert Homberger. Denn die Wertpapiere würden illiquider, die Geld-Brief-Spanne wachse oder das

Wertpapier werde vom Handel ausgesetzt. «Sobald der Markt wieder normal funktioniert, korrigiert sich das», sagt er.

ETF-Handel nicht so wichtig

Laut Homberger sind ETF für den Aktienhandel nicht so wichtig wie die Statistik nahelegt, wonach passive Anlagen etwa ein Drittel des US-Börsenhandels ausmachen (vgl. Grafik 2). «Das ETF-Trading führt meist nicht zu Käufen oder Verkäufen der gehaltenen Wertpapiere», sagt er. Passive Anlagen seien nur für etwa 5% des Handelsvolumens in den zugrundeliegenden Aktien verantwortlich. Gegen den ETF-Effekt spreche auch, dass trotz der wachsenden Anlageumsummen in passiven Anlagen die Volatilität und die Korrelationen im Index in den vergangenen Jahren zurückgegangen seien (vgl. Grafik 3).

Für Franzoni spiegeln ETF den Anlegern Liquidität vor, die es in den darunterliegenden Märkten gar nicht gibt. «Sie bringen eine Scheinliquidität», sagt er. In guten Zeiten könnte man für die passiven Produkte leicht Käufer finden. In schlechten Zeiten müssten die darunterliegenden Wertpapiere verkauft werden. «In extremen Zeiten trocknet die Liquidität aus», sagt der Professor. «Es ist ein grosses Risiko, dass ETF illiquide Märkte wie Schwellenländer-Anlagen oder Unternehmensanleihen stören.» Dagegen betont Homberger: «Anleger müssen sich bewusst sein, dass ETF nicht liquider sein können als der unterliegende Markt.» Man dürfe sich auf die Liquidität nicht blind verlassen. Es sei gut, dass man mit ETF in normalen Zeiten auch illiquidere Märkte günstig und unkompliziert handeln könne.

Indexing Forum

Ist die Zukunft des Anlegens passiv? Diese Frage stellt sich das FuW Indexing Forum am 27. Juni im Dolder Grand in Zürich. Andreas Homberger diskutiert mit Prof. Seymour Malamud, ob ETF die nächste Krise beeinflussen. Ein weiteres Thema sind Multifaktorlösungen. Infos und Anmeldung unter www.fuw-forum.ch/indexing



Wenn passive Anlagen Sorgen bereiten.

Für mich als Investor sind börsengehandelte passive Anlagefonds (ETF) unverzichtbar geworden. Wenn ich auf einen Index statt auf einen Einzeltitel setzen will, gibt es jede Menge Auswahl und immer niedrigere Kosten. In Windeseile habe ich einen Aktienindex in Südamerika oder einen Korb von Anleihen in den USA gekauft.

Doch manchmal bin selbst ich, der sich jeden Tag mit den Finanzmärkten beschäftigt, etwas zu sorglos, wenn ich Indexprodukte kaufe. Denn ich nehme an, dass ich den ETF auch ganz einfach wieder verkaufen kann. Vor dieser Sorglosigkeit war Francesco Franzoni, Professor an der Universität della Svizzera italiana in Lugano (vgl. Artikel links). Und ich glaube, da ist etwas dran.

Ob Anleihen, kleinkapitalisierte Unternehmen oder Titel in exotischen Schwellenländern – sie werden oft nicht regelmässig gehandelt. Und wenn ich keinen Käufer für meinen ETF finde, muss der Fondsanbieter einen Käufer für die darunterliegenden Wertpapiere finden. Und das könnte gerade in Zeiten schwierig werden, wenn alle im Markt wie Lemminge gleichzeitig aus einer Anlageklasse aussteigen wollen. Dann purzeln die Preise, und die Kursvolatilität ist hoch.

Hinder Asset Management hat sich darauf spezialisiert, Anlagestrategien auf Basis der günstigen ETF zu bauen. Research-Leiter Andreas Homberger glaubt zwar nicht daran, dass ETF in guten Zeiten für deutlich höhere Volatilität an den Märkten sorgen. Aber er bestreitet nicht, dass in schweren Zeiten die Liquidität schnell austrocknen kann.

Braucht es eine Regulierung von passiven Anlagen, damit ETF keine Gefahr

für den Markt darstellen? Homberger würde statt ETF zu regulieren lieber «den Hochfrequenzhandel in den Fokus stellen». Das sind Tradingfirmen, die innerhalb von Nanosekunden an den Märkten Kursarbitrage betreiben. Homberger gibt zu bedenken: «Das macht über die Hälfte des Börsenhandels aus. Und im Gegensatz zu ETF ist der wirtschaftliche Nutzen meiner Ansicht nach nicht sehr gross.»

Aber auch Franzoni will passive Anlagen nicht zusätzlich regulieren. Er setzt auf Informationskampagnen, damit ETF nicht als Tradinginstrument falsch verstanden werden. «Investoren müssen ausgebildet werden, dass man im Durchschnitt mit zu viel Trading gegenüber einer Strategie underperforms, bei der man nur den Index hält.»

Nun kommt der Werbeblock. Falls Sie sich für passiven Anlagen interessieren, kommen Sie doch am 27. Juni zum Indexing Forum von «Finanz und Wirtschaft» im «Dolder Grand» in Zürich. Dort wird neben Andreas Homberger auch Dewet Moser auftreten. Er ist stellvertretendes Mitglied des Direktoriums der Schweizerischen Nationalbank und verwaltet dort das milliardenschwere Aktienportfolio. Vielleicht macht auch er sich Gedanken, wenn plötzlich die Liquidität austrocknet.

Auch ETH-Professor Didier Sornette wird wohl Kritik an passiven Anlagen üben. So hört sich zumindest der Titel seines Vortrags an: «Indexed into the Financial Bubble or Bubbled into the Financial Index?» – Ich bin gespannt.



Kotierte Zertifikate

Valor	Bank	Produkt	Coupon / Basiswert Schutz	Verfall	Lib.	Ausgabepreis ¹	Insert auf
41018513	BAER	JB Bar. Rev. Conv.	5.1% Adecco	19.06.19	26.06.18	1000 Fr.	
41018514	BAER	JB Bar. Rev. Conv.	4.7% BKW	19.06.19	26.06.18	1000 Fr.	
41187668	BAER	JB Bar. Rev. Conv.	7% Ceva Logistics	19.09.19	26.06.18	1000 Fr.	
41187669	BAER	JB Bar. Rev. Conv.	5.5% Nestlé	19.09.19	26.06.18	1000 Fr.	
41187670	BAER	JB Bar. Rev. Conv.	6.1% Roche	19.09.19	26.06.18	1000 Fr.	
41906031	UBS	Kick-In GOAL	10.5% Sunrise/AMS/Logitech	20.06.19	27.06.18	1000 Fr.	
41905460	UBS	Kick-In GOAL	7% Basilea/Sonova/Vifor	15.06.20	27.06.18	1000 Fr.	
41906021	UBS	Kick-In GOAL	7% Clariant/Idorsia/Vifor Pharma	20.06.19	27.06.18	1000 Fr.	
41906035	UBS	Kick-In GOAL	5% Clariant/EMS/Lonza	22.06.20	27.06.18	1000 Fr.	
41906034	UBS	Kick-In GOAL	9.5% Credit Suisse/Julius Bär/Leonteq	18.12.19	27.06.18	1000 Fr.	
41905461	UBS	Kick-In GOAL	6% Aktien Basket Ausland	22.06.20	27.06.18	1000 Fr.	
41905470	UBS	Kick-In GOAL	8% Logitech/Dufry/Zurich Ins.	18.12.20	27.06.18	1000 Fr.	
41906023	UBS	Kick-In GOAL	5% Geberit/Julius Bär/Straumann	20.06.19	27.06.18	1000 Fr.	
41905458	UBS	Kick-In GOAL	5.25% Aktien Basket Schweiz	22.06.20	27.06.18	1000 Fr.	
41905462	UBS	Kick-In GOAL	6.25% Richemont/Kering/Swatch	22.06.20	27.06.18	1000 Fr.	
41905471	UBS	Kick-In GOAL	6% Aktien Basket Schweiz	18.12.20	27.06.18	1000 Fr.	
41885562	VT	Multi Defender Vonti	5.25% BP/Royal Dutch Shell/Total	22.06.21	29.06.18	1000 Fr.	
41885508	VT	Multi Defender Vonti	8.02% Dufry/Richemont/Swatch	21.06.19	29.06.18	1000 Fr.	
41885473	VT	Multi Defender Vonti	8.17% Idorsia/Straumann/Vifor Pharma	21.06.19	29.06.18	1000 Fr.	
30039395	LEON	Bar. Rev. Conv.	6% Aktien Basket Schweiz	22.06.20	29.06.18	1000 Fr.	
30039394	LEON	Bar. Rev. Conv.	8.4% Aktien Basket Schweiz	22.06.21	29.06.18	1000 Fr.	
30039396	LEON	Bar. Rev. Conv.	4% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	22.06.20	29.06.18	1000 Fr.	
41958173	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	6.6% Lonza/Sika/Straumann	22.06.20	29.06.18	1000 Fr.	
41111867	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4% Nestlé/Novartis/Roche	22.06.20	29.06.18	1000 Fr.	
41253448	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.3% ABB/Geberit/LafargeHolcim	22.06.20	29.06.18	1000 Fr.	
41253450	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6% AXA/Swiss Life/Swiss Re/Zurich	22.12.20	29.06.18	1000 Fr.	
41253459	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.3% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	22.12.21	29.06.18	1000 Fr.	
41253457	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.1% SMI/Euro Stoxx Banks/S&P 500	22.12.21	29.06.18	1000 Fr.	
41253452	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.2% Nestlé/Novartis/Roche/Zurich	22.12.20	29.06.18	1000 Fr.	
41253455	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.3% Nestlé/Novartis/Roche	22.06.20	29.06.18	1000 Fr.	
41253456	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.2% Nestlé/Novartis/Roche	22.06.21	29.06.18	1000 Fr.	
30039399	LEON	Bar. Rev. Conv.	10.4% Adecco/LafargeHolcim/Logitech	23.09.19	02.07.18	1000 Fr.	
30039398	LEON	Bar. Rev. Conv.	16% AMS/GAM/Vifor	23.09.19	02.07.18	1000 Fr.	
30039397	LEON	Bar. Rev. Conv.	20% Avis/Tesla	23.09.19	02.07.18	1000 Fr.	
30039400	LEON	Bar. Rev. Conv.	9% Clariant/Straumann/VAT	23.09.19	02.07.18	1000 Fr.	
30039402	LEON	Bar. Rev. Conv.	8% Dufry/EMS-Chemie/Lonza	23.09.19	02.07.18	1000 Fr.	
30039401	LEON	Bar. Rev. Conv.	8.2% Aktien Basket Schweiz	23.09.19	02.07.18	1000 Fr.	
42257831	VT	Multi Defender Vonti	12% AMD/ams/Intel	27.06.19	04.07.18	1000 Fr.	
41381980	CS	Bar. Rev. Conv.	6% Swiss Life/Swiss Re/AXA/Zurich	29.06.20	05.07.18	1000 Fr.	Seite 15
41885626	VT	Multi Defender Vonti	4.97% Adidas/Nike/Puma	01.07.19	06.07.18	1000 Fr.	
41884740	VT	Multi Defender Vonti	3.25% Euro Stoxx 50/S&P 500/SMI	29.06.21	06.07.18	1000 Fr.	
30039406	LEON	Bar. Rev. Conv.	6.2% Tesla	28.06.21	06.07.18	1000 Fr.	
41253268	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.6% Adecco/CS/LafargeHolcim/Zurich	29.06.20	06.07.18	1000 Fr.	
30039413	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	4.2% Euro Stoxx 50/FSTE MIB/S&P 500/SMI	30.12.20	06.07.18	1000 Fr.	Seite 4
41253268	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.3% Aktien Basket Ausland	30.12.19	06.07.18	1000 Fr.	
41253476	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.2% Adidas/Nike	29.06.20	06.07.18	1000 Fr.	
41253271	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6% ams/Logitech/Vifor Pharma	30.12.19	06.07.18	1000 Fr.	
41253472	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	6.2% ams/Logitech/VAT	30.12.19	06.07.18	1000 Fr.	
41253477	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Bayer/Novartis/Roche/Sanofi	29.06.20	06.07.18	1000 Fr.	
41253483	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.3% SMI/Euro Stoxx 50/S&P 500	30.12.21	06.07.18	1000 Fr.	
41253481	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4% SMI/Euro Stoxx Banks/S&P 500	30.12.21	06.07.18	1000 Fr.	
41253469	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5% Nestlé/Novartis/Richemont/Roche/UBS	30.12.20	06.07.18	1000 Fr.	Seite 24
41253475	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.2% Nestlé/Novartis/Roche/Swatch	30.12.20	06.07.18	1000 Fr.	
41253479	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	5.3% Nestlé/Novartis/Roche	29.06.20	06.07.18	1000 Fr.	
41253480	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	4.2% Nestlé/Novartis/Roche	29.06.21	06.07.18	1000 Fr.	
41253454	RCH	Multi Bar. Rev. Conv.	3.3% Roche/Richemont/Zurich	30.12.19	06.07.18	1000 Fr.	
42000763	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11.8% LAM/Netflix/Wix.com	02.10.19	09.07.18	1000 Fr.	
30039418	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	10% Alibaba/Baidu/Tencent	30.09.19	09.07.18	1000 Fr.	
30039416	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	11.75% Apple/Dropbox	30.09.19	09.07.18	1000 Fr.	
30039419	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8.6% Eni/Royal Dutch Shell/Total	30.09.19	09.07.18	1000 Fr.	
30039420	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Lonza/Sika/Straumann	30.09.19	09.07.18	1000 Fr.	
30039421	LEON	Multi Bar. Rev. Conv.	8% Nestlé/Novartis/Roche	30.09.19	09.07.18	1000 Fr.	
41253280	RCH	Lock-In Zertifikat	4% Nestlé/Novartis/Roche	29.06.20	13.07.18	1000 Fr.	

Die publizierten Neuemissionen wurden der «Finanz und Wirtschaft» direkt vom Emittenten mitgeteilt. Alle Angaben ohne Gewähr. ¹ Indikativer

